

УДК.336.76:339.9

**Штойко Р.Р.,**  
аспірант кафедри міжнародних фінансів  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

## **СПЕЦИФІКА ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВИХ РИНКІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ**

АНОТАЦІЯ. В статті досліджується специфіка функціонування фондових ринків в умовах глобалізації, визначені очікувані зміни їхньої ролі в процесах алокації капіталу, оптимізації джерел фінансового забезпечення інвестиційної діяльності, подоланні обмеженості національних заощаджень як бази економічного зростання. Окреслені форми прояву суперечностей між позитивними і негативними для цілей розвитку суспільства наслідками глобалізації фондових ринків.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: фондові ринки, глобалізація, алокація капіталу, соціально-економічний розвиток,

**АННОТАЦІЯ.** В статье исследуется специфика функционирования фондовых рынков в условиях глобализации, определены ожидаемые изменения их роли в процессах алокации капитала, оптимизации источников финансового обеспечения инвестиционной деятельности, преодоления ограниченности национальных сбережений как базы экономического роста. Описаны формы проявления противоречий между позитивными и негативными для целей развития общества последствиями глобализации фондовых рынков.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** фондовые рынки, глобализация, алокация капитала, социально-экономическое развитие

**ABSTRACT.** The paper investigates the stock markets functioning specifics in the context of globalization, the expected change in their role for capital allocation, optimizing sources for funding investment activities, to overcome the limitations of national savings as a basis for economic growth are identified. Describes the manifestations of contradictions between positive and negative consequences of stock markets globalization for the development of society.

**KEY WORDS:** stock markets, globalization, capital allocation, socio-economic development

**Актуальність теми.** В складній структурі сучасної економіки, роль фінансової сфери і, зокрема, фондового ринку, оцінюється науковцями чи не як найсуперечливіша. З одного боку, первинні імпульси кількох останніх глобальних криз сформувались саме в фінансовій сфері, а щодо азійської кризи — саме на фондовому ринку. Численні наукові дослідження тлумачать розширення фінансового капіталу як важливий чинник загострення проблеми диференціації доходів та нерівності економічного становища — як між соціальними групами в середині країн, так і між країнами в структурі глобальної економіки. Ситуації, коли дії, що дозволяють максимізувати доходність операцій на фондовому ринку ведуть до негативних суспільних наслідків стають все більш поширеними. Між інтересами агентів фондового ринку й суб'єктів виробничого сектору економіки та потребами широких верств населення формується суперечність, форми вирішення яких далеко не завжди можна вважати закономірними і відповідними пріоритетам розвитку сучасного суспільства.

Водночас, раціоналізація фінансових механізмів в ХХ ст. перетворюється на вагомий чинник, а інколи, навіть необхідну умову пришвидшення темпів економічного зростання. Крім того, серед вирішальних факторів успішної реалізації урядових завдань регулятивної політики традиційно називають високу якість фінансових інститутів. Провідні за рівнем економічного розвитку країни виходять в ХХІ ст. на той етап розвитку, коли домінуюча

проблема економічного зростання трансформується від «нестачі ресурсів» до «нераціональне їх розміщення». Тому здатність фондового ринку сприяти оперативній трансформації форм ресурсного потенціалу економіки і проводити динамічну алокацію ресурсів з мінімальними втратами ефективності, значною мірою, визначає кінцеві результати функціонування господарської системи.

Наведене зумовлює актуальність досліджень, присвячених уточненню ролі фондового ринку в економічному відтворенні в умовах глобалізації економічної діяльності.

**Огляд публікацій та виділення невирішеної частини проблеми.** Суперечлива роль фінансових механізмів загалом і фондового ринку зокрема, в процесах відтворення сучасної світогосподарської системи стала об'єктом численних наукових досліджень. Як вітчизняні, так і закордонні вчені звертають увагу на розрив між цілями та пріоритетами функціонування фінансової підсистеми глобальної економіки і завданнями, актуальними для широких верств населення. Зокрема, відзначається, що внаслідок розвитку фінансових інститутів, зокрема фондового ринку, слабне мотивація підприємств виробничого сектора до запровадження інновацій [1, С. 32], суб'єкти економіки, що мають доступ до глобальних фінансових ринків одержали можливість нарощувати доходність і прибутковість діяльності навіть без раціоналізації виробничого процесу, за рахунок утворення «фінансових бульбашок» [2, С.129—158, та 3, С. 25].

Перетворення фондового ринку на елемент фінансових механізмів відтворення асиметричності розподілу доходів і економічної влади, важливу і, часом деструктивну його роль в механізмах циклічності глобального зростання відзначають вітчизняні і російські науковці [4, С. 294—298, 357—365].

Проблема недофінансування потреб розвитку виробничої сфери через надмірну привабливість фінансових спекулятивних операцій також розглядається багатьма західними дослідниками, зокрема в працях, присвячених дослідженню механізму виникнення і поширення азіатської кризи [5, С. 3—15].

Проте структура поширених досліджень західних авторів, зазвичай не дозволяє побачити за параметрами обігу певних фінансових інструментів дію загальних закономірностей функціонування фондового ринку в сучасних умовах. Дослідження вітчизняних вчених не рідко обмежуються констатацією лише загальних результатів функціонування фондових ринків, не простежуючи роль певних процедур і механізмів, значення інститу-

ціональних обмежень, що регламентують діяльність суб'єктів фондових ринків. Обидві розглянуті групи досліджень, на нашу думку, можна конструктивно доповнити, врахувавши специфіку реалізації функцій фондових ринків в умовах глобалізації, простеживши зв'язки в такому логічному ланцюжку: «глобалізація фінансових ринків — оновлення структури, а також норм і правил (інституціональних обмежень) діяльності їх суб'єктів — зміни суспільних результатів функціонування фондових ринків».

Відповідно до викладеного вище, **мета статті** — визначити специфіку функціонування фондових ринків в умовах глобалізації, виділивши, по можливості, вплив структурних змін і вплив інституціональних перетворень на суспільні наслідки активності на фондових біржах.

### **Виклад основних результатів дослідження**

**Першою ми розглянемо таку функцію фондового ринка, як «допомога у фінансуванні промисловості»** [6, С. 106], або задоволення потреби (певної частки потреби) нефінансового сектору економіки в грошових ресурсах. В межах погляду на ринок як на сферу взаємодії покупців і продавців, ця функція може бути визначена як забезпечення норм, правил, каналів обміну інформацією і правами власності між суб'єктами економіки, які мають тимчасово вільні грошові кошти і тими, які готові вступити у відносини позики чи спільного володіння заради залучення додаткових обсягів грошових ресурсів. Одразу звернемо увагу, що таке визначення не охоплює переважну більшість угод на фондових ринках — безпосередній зав'язок між обсягами грошових ресурсів, залучених суб'єктами нефінансового сектору і придбанням цінних паперів існує лише у випадку первинної емісії, на яку припадає незначна частка фондових продаж.

Хоча, певною мірою, масштаби угод на вторинному ринку впливають на умови залучення суб'єктами нефінансового сектору грошових ресурсів. Достатньо поширені й теоретичні побудови, і емпіричні дані, що дозволяють розглядати інвестиції у фінансові активи і в формування фізичного чи людського капіталу як альтернативи [7]. Наприклад, серед чинників, що ускладнили протидію ознакам первинної кризи в економіці азійських країн 1998р. і посилили імпульси переходу до вторинної кризи [8, С.1-12] багато вчених називають надмірну привабливість для інвесторів саме фінансових активів місцевих фондових ринків за недофінансування нарощування фізичного капіталу. При цьому, загальної маси залучених інвестицій було б достатньо, щоб забезпечити розширення виробничих потужностей, збуту,

зайнятості і підтримання достатнього рівня доходності для виконання зобов'язань по фінансових боргових цінних паперах. Але «зависання» залучених інвестицій в фінансових структурах, досить низький коефіцієнт проникнення коштів, залучених за допомогою фінансових інструментів в виробничий сектор не дозволили скористатись цим потенціалом: врешті решт гонитва за додатковими фінансовими інвестиціями загнали затребувану інвесторами доходність так високо, що позитивні очікування і зростання ринкової вартості активів змінились негативними і нестачею ліквідності, що запустило механізм кризи (див., наприклад [№]).

Таким чином, якщо первинна емісія цінних паперів передбачає спрямування розпорощених (чи попередньо акумульованих інституціональними інвесторами) грошових ресурсів на формування ресурсного забезпечення виробничої діяльності, то подальші акти купівлі цінних паперів виражають перевагу інвестиційної привабливості фінансових активів над фізичними чи інтелектуальними. Відповідно, зростання обороту з продажу цінних паперів (необхідне для забезпеченню стійкості фондового ринку), з точки зору зв'язків між нефінансовим сектором економіки і фондовим ринком, виражають зростання витрат обігу капіталу, зумовлених не його виробничим застосуванням, а лише рухом капіталу між альтернативними сферами застосування. Тому функція фондового ринку щодо фінансового забезпечення промисловості, скоріше не у примноженні запасів капіталу виробничої сфери, а в забезпеченні його мобільності й можливості легкої зміни власника. Наприклад у відомій роботі західних авторів: «Насправді корпорації залучають лише незначну частину своїх ресурсів шляхом продажу нових випусків цінних паперів. За невеликим виключенням більше половини їх засобів одержується з таких внутрішніх джерел як нерозподілений прибуток та амортизаційні відрахування» [6, С.106-107].

Отже надалі, ми будемо розглядати функцію «допомога у фінансуванні промисловості», тобто нефінансового сектору, в контексті забезпечення алокативної ефективності — створення умов для руху капіталу з мінімальними втратами часу і ресурсів при переводі з однієї сфери застосування до іншої.

Якщо переведення капіталу з грошової форми у продуктивну, виражає зростання виробничих можливостей суспільства, то акти купівлі продажу на вторинному фондовому ринку стосуються лише алокаційної ефективності і мають позитивне значення для суспільного (глобального) добробуту лише тією мірою, якою

сприяють руху капіталу зі сфери, де його застосування має відносно меншу продуктивність до сфери, де суспільна оцінка результатів його застосування вища. І в цьому сенсі, типова для провідних фондових ринків швидкість обігу цінних паперів, загалом, відповідає цьому призначенню торгівлі цінними паперами. Так, поширеною на NYSE протягом переважної частки тривалості сучасного періоду її існування була швидкість обігу акцій на рівні 15 — 25% (тобто протягом року сума угод становить близько 20% середньорічної капіталізації). Проте в періоди буму (пік активності на фондових ринках) така швидкість підвищується в рази. Наприклад, 100% і більше, що спостерігались в періоди активізації спекулятивних угод (132% в 1928р. на NYSE, або рівень обору від 33% до 80% в 80-ті в США [6, С. 103] та в 90-ті на біржах нових індустріальних азійських країн в передкризові роки [9]). Результатом стає відволікання наявної в суспільства ліквідності в сферу фінансових активів, яке обмежує ресурси для інвестиційного розширення сфери виробництва, спрямованого на створення нової вартості і, відповідно, таких доходів, що безпосередньо виражають внесок їх одержувачів в додаткові обсяги виробництва благ.

Умови виконання досліджуваної нами функції фондових ринків суттєво змінилися під впливом економічної глобалізації.

Незважаючи на зменшення «відносної рідкості» капіталу завдяки розширенню досяжних для національних емітентів джерел інвестиційних ресурсів, конкуренція між альтернативними інструментами інвестування не зменшується, а високі вимоги до прозорості й ліквідності фінансових активів, дозволяють спрямовувати суспільні заощадження лише в проекти, що за співвідношенням суперечливих критеріїв «ризикованість — доходність» відповідають дуже високим вимогам. Наприклад, на NYSE, «на 50 акцій, що виступають найбільшим об'єктом угод на NYSE припадає в середньому більше 20% всіх продажів на ринку», а «Лише на провідну першу двадцятку припадає більше 10% всієї діяльності біржі. Більше третини всіх біржових продажів припадає на 100 найбільш популярних емісій» [6, С.102]. Але й менш відомі й стабільні цінні папери можуть знайти інвестора, хоча сегмент фондового ринку, що охоплює саме такі (маловідомі, з рейтингами нижче Ba1, або BB+ за “Standard and Poor’s” та “Mood’s”) фінансові інструменти значно менше глобалізовані. Дійсно, щоб піти на ризик інвестицій в маловідому компанію треба бути досить поінформованим про її власні характеристики та характеристики її сфери діяльності, а вони, зазвичай краще ві-

домі співвітчизникам емітента, ніж закордонним інвесторам. Виключенням можуть бути компанії, що здійснюють емісію вже набувши глобального статусу (як наприклад, “GOOGLE”, чи “Facebook”) але їх частка на цьому сегменті ринку все таки дуже незначна. Отже, на нашу думку, важливий напрям розвитку фондового ринку в умовах глобалізації — подолання інформаційних бар’єрів, що перешкоджають вільному руху капіталу між країнами, бо саме нестача інформації, необхідної для прийняття інвестиційних рішень та недосконалість процедур її обробки виступає в сучасних умовах більш значущим обмеженням масштабів інвестування, ніж національна база заощаджень чи претензії інвесторів щодо рівня доходності активів.

Крім того, вважаємо важливим, що для спрямування інвестицій саме в певні інструменти фондового ринку провідне значення мають не лише індивідуальні риси емітента (характеристики його фінансового стану, організаційно-технічного рівня, відносин зі споживачами тощо), а й характеристики економічного середовища, в якому такий емітент функціонує та кон’юнктура ринку, на якому котуються такі цінні папери. Наприклад вітчизняний нефінансовий сектор економіки, як ми вже відзначали, перебуває у вкрай несприятливих умовах, щодо пошуку джерел фінансування поточної діяльності та інвестицій в розвиток, зокрема, саме через дві головні, на нашу думку, причини.

По-перше, це загальна економічна атмосфера, що не сприяє інвестиційній привабливості вітчизняних підприємств та ускладнює перетворення емітованих ними цінних паперів на високо ліквідний фінансовий інструмент. Так, мінливе і, часто деструктивне державне регулювання, вразливість грошового обігу і банківської системи — все це параметри, що не залежать від окремих емітентів акцій, а формуються лише як результат функціонування суспільного виробництва, виражають сукупні, агреговані результати діяльності всіх суб’єктів національної економіки, включно з державою. В таких умовах, достатньо привабливими для іноземних інвесторів стають цінні папери лише природних монополістів, або емітовані під державні гарантії. Як наслідок, лєвова частка вітчизняного бізнесу виявляється ізольованою від глобальних ринків капіталу і виникає монополія фінансових посередників (зокрема банків) на пропозицію тимчасово вільних коштів. Як результат — ті підприємства, які одержують доступ до глобальних ринків капіталу не зацікавлені використовувати його для інноваційного розвитку, а фірми, що відчувають брак залучених коштів та вимушені відмовлятися від інноваційної стратегії розвитку через дорожнечу креди-

тних ресурсів, позбавлені доступу до глобальних фінансових ринків. Згадана нами неприйнятність природних монополій до інновацій, відповідно, схильність нарощувати масштаби і доходність діяльності за рахунок необґрунтованого завищення цін і тарифів отже — завдяки зниженню суспільного добробуту досить відоме науці й описане в багатьох роботах явище. Світовий досвід підказує, що інноваційний розвиток природних монополій — це скоріше результат ефективного державного регулювання і створення потужних механізмів суспільного контролю за доцільністю витрачання акумульованих такими підприємствами ресурсів, ніж наслідок дії ринкових стимулів.

По-друге, ізоляція вітчизняного бізнесу від глобальних джерел капіталу зумовлена й суто інформаційними бар'єрами — традиції роботи за дивною і незрозумілою нікому в світі звітністю, поширено низька ефективність менеджменту і несприйняття поширених в світі стандартів управлінських процедур — все це створює вагомі перешкоди на шляху доступу вітчизняного бізнесу на глобальні ринки капіталу.

Для загальної характеристики здатності фондових ринків сприяти руху капіталу до осередків його більш ефективного використання проаналізуємо статистичні дані, що характеризуватимуть роль фондових ринків в інтернаціоналізації виробництва розвинутих країн.

Завдання нашого дослідження ставлять досить високі вимоги до формування статистичної бази даних.

По-перше, для нас недоцільно використовувати показники, що характеризуватимуть загальні обсяги угод на фондових ринках, через те, що, як ми вже зауважували раніше, переважна маса таких угод має спекулятивну природу і не пов'язана з алокацією капіталу між сферами використання. Тому для характеристики масштабів активності на фондових ринках, безпосередньо пов'язаної саме з рухом капіталу, спричиненим пошуком кращої сфери застосування, а не спекуляції ми обрали дані про обсяги прямих іноземних інвестицій, здійснених через цінні папери (foreign direct investment stocks). Саме прямі інвестиції (за міжнародними стандартами ті, що перевищують 10% ринкової вартості акцій емітента) більше пов'язані зі змінами в ефективності використання капіталу, а іноземні — характеризують саме міжнародний рух капіталу. Відповідно, саме обсяги угод на фондовому ринку, що мають ці дві властивості (прямі й іноземні) дозволяють характеризувати саме роль фондових ринків в процесах міжнародної алокації капіталу.

По-друге, в міжнародній практиці усталено використовуються кількісні характеристики залучення національного виробництва до світового господарства — індекси транснаціоналізації (Transnationality Index). Такі індекси «регулярно розраховуються експертами на ґрунті середнього відсоткового показника за середньою для трьох останніх років часткою прямих іноземних інвестицій в загальній сумі інвестицій в основних капітал, та трьох показників за звітний період (відношення притоку ПІ до ВВП, відношення доданої вартості, створеної іноземними компаніями на території країни до загальної суми її ВВП і частка зайнятих в іноземних компаніях в загальній чисельності зайнятих)» [4, С.57].

Вихідні дані для аналізу по деяким країнам зведені до табл. 1.

Оскільки логіка нашого дослідження передбачає порівняння показників різних країн, абсолютні обсяги вхідних (inward) та вихідних (outward) прямих іноземних інвестицій в цінні папери можуть викривлювати реальну картину. Мільйон доларів таких інвестицій для економіки США і Польщі відображають незрівнянно різні масштаби інвестиційної активності. Для США — зневажливо малі обсяги, для Польщі — достатньо відчутні.

Для виправлення таких виправлень ми приведемо дані до питомої розмірності — на одиницю вартості національного ВВП за відповідні роки. Відповідно, в таблиці 2 зведені дані у придатній для міжкраїнових порівнянь розмірності — як відношення прямих іноземних інвестицій в цінні папери до ВВП та наведені рейтинги країн як за цим відношенням (яке характеризує масштаби залучення капіталу в цінні папери національних емітентів) так і за індексом транс націоналізації (як узагальнюючою характеристикою інтегрованості національного виробництва в світове господарство).

Важливо, що перший рейтинг характеризує фінансовий показник — масштаби угод певного типу на фондовому ринку, а другий рейтинг — характеризує вже розподіл реальних виробничих потужностей і потоків щодо їхнього формування. Якщо відмінності між країнами за двома цими індексами споріднені, то це ознака того, що фондові ринки дійсно відіграють вагомий роль в забезпеченні алокаційної ефективності руху капіталу і обслуговують потреби виробничого сектору. Якщо ж між масштабами угод на фондових ринках і мірою інтегрованості національного виробництва в світову економіку кореляція не простежується, то це буде ознакою слабкої ролі фондових ринків для обслуговування алокативних потреб виробничого капіталу.

Таблиця 1\*

**ВИХІДНІ ПОКАЗНИКИ ДЛЯ АНАЛІЗУ РОЛІ ФОНДОВИХ РИНКІВ  
В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ АЛОКАТИВНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ РУХУ КАПІТАЛУ**

	Інвестиції з відповідних країн в цінні папери іноземних емітентів			Інвестиції іноземних інвесторів в цінні папери емітентів відповідних країн			Індекс транснаціоналізації
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2008
Австрія	163233,0	170363,4	195756,2	172597,6	167958,3	164704,4	17,5
Канада	593579,6	616134,5	670417,2	523247,0	561111,0	595002,0	15
Чилі	41339,0	49838,0	55601,6	121395,0	139538,0	144729,2	32
Чехія	14804,7	14922,7	15469,5	125828,8	128505,5	125245,1	33
Данія	213099,2	219899,9	242242,9	154052,5	138747,3	145719,2	27,5
Естонія	6409,6	5698,4	4739,9	16222,3	16473,8	16726,5	50,5
Фінляндія	129194,6	137041,7	138703,1	84667,9	85587,9	82864,1	18
Франція	1492563,0	1536081,0	1581384,4	985235,6	948442,0	953181,5	20
Германія	1346226,8	1405807,1	1406650,3	944747,2	910380,8	902186,6	10
Греція	39456,9	42622,9	42935,7	42100,6	35025,4	28078,7	9,5
Угорщина	19243,6	19954,1	23755,9	99090,9	90782,6	84447,0	34
Ізраїль	57371,0	68973,0	71870,0	55797,0	60237,0	66554,0	17,5
Італія	486424,1	487609,6	512174,9	364456,1	331960,2	332647,2	9,5
Японія	740965,2	831110,0	962789,5	200150,8	214889,5	225784,9	0,1
Корея	120440,0	143160,0	160640,0	121100,0	134230,0	135730,0	0,4
Мексика	81215,8	104301,6	112087,8	277898,3	330161,2	302308,6	15
Польща	29303,7	39029,4	50044,5	185182,4	201003,0	197538,5	21
Португалія	68477,2	66731,7	68047,6	114718,3	111684,9	109028,3	18,5
Іспанія	625848,8	651314,2	640276,1	632296,3	640798,8	634496,6	16,5
Швеція	353375,9	368785,1	358885,5	332108,3	349776,5	338484,3	30
Великобританія	1579714,9	1626819,0	1731065,2	1104272,8	1162648,7	1198849,7	21
США	4029457,0	4306843,0	4681569,0	2398208,0	2597707,0	2908791,0	7,5

\* — джерело: *Europe on figures Eurostat yearbook 2011, Statistical Annex of European Economy, Spring 2010* та [4, С.56]

Таблиця 2\*

**ХАРАКТЕРИСТИКИ МАСШТАБІВ ПРЯМИХ  
ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В ЦІННІ ПАПЕРИ НАЦІОНАЛЬНИХ ЕМІТЕНТІВ  
ТА ТРАНСНАЦІОНАЛІЗАЦІЇ СУСПІЛЬНОГО ВИРОБНИЦТВА КРАЇН**

	Відношення прямих іноземних інвестицій в цінні папери національних емітентів до ВВП, %	Індекс транснаціоналізації	Рейтинг країни за відношенням ПІП до ВВП	Рейтинг країни за індексом транснаціоналізації
Австрія	52,9	17,5	4	12
Канада	41,0	15	13	15
Чилі	47,2	32	7	4
Чехія	46,6	33	8	3
Данія	73,0	27,5	2	6
Естонія	61,5	50,5	3	1
Фінляндія	44,5	18	10	11
Франція	45,4	20	9	9
Германія	32,1	10	14	17
Греція	12,7	9,5	20	18
Угорщина	49,0	34	6	2
Ізраїль	29,3	17,5	15	12
Італія	18,8	9,5	17	18
Японія	4,9	0,1	22	22
Корея	9,1	0,4	21	21
Мексика	18,0	15	18	15
Польща	25,6	21	16	7
Португалія	43,3	18,5	11	10
Іспанія	42,8	16,5	12	14
Швеція	95,7	30	1	5
Великобританія	51,5	21	5	7
США	17,3	7,5	19	20

\* — складено автором за даними табл. 1 та *Economics: Key tables from OECD* — ISSN 2074-384x

Результати розрахунків свідчать, що по-перше, масштаби досліджуваного типу угод на фондових ринках щільно пов'язані з мірою інтегрованості національного виробництва країн в світову господарську систему. Середньоквадратичне відхилення рейтингів країн за масштабами угод на фондовому ринку від рейтингів за індексом транс націоналізації лише 3,55, тобто менше третини максимально можливого (для 22 рангів максимально можливе середньоквадратичне відхилення — 12,7). Коефіцієнт кореляції між рейтингами країн за двома досліджуваними показниками 0,842, що свідчить про щільний позитивний зв'язок між ними. Таким чином, ми одержали формальне підтвердження того, що відмінності між країнами за рівнем інтегрованості національного виробництва в систему світового господарства значною мірою, пояснюються відмінностями між ними щодо біржової активності стосовно угод з прямими іноземними інвестиціями.

Але водночас, наведені результати свідчать, що досліджувані країни суттєво диференціюються за часткою на фондових ринках таких угод, які найбільше пов'язані з рухом капіталу до осередків більш ефективного капіталу, а не спекулятивними угодами.

Так США, в яких сукупна капіталізація фондового ринку перевищує капіталізацію по всіх країнах ЄС разом узятим, має дуже низький рейтинг за характеристикою масштабів угод на фондовому ринку, що пов'язані з алокацією капіталу (капіталізація фондового ринку США за даними 2010р. 17283,5 млрд. доларів, але за часткою ПІІ, залучених в цінні папери національних емітентів у ВВП, США має лише 19-ий рейтинг серед досліджуваних країн). Відповідно, для США така функція не є провідною для фондового ринку і угоди, що не пов'язані з рухом капіталу до осередків його більш ефективного використання на американському фондовому ринку домінують. Відповідно, фондовий ринок США більшою мірою обслуговує інші цілі, не пов'язані з ефективною алокацією капіталу.

Схожу характеристику можна дати фондовому ринку Японії, що за капіталізацією більший за фондовий ринок будь якої Європейської країни, але рейтинг Японії за часткою ПІІ, залучених в цінні папери національних емітентів у ВВП найнижчий — 22-ий.

Відповідно, досить низькі і рейтинги цих країн за інтегрованістю їх виробничого сектору в світове господарство. Це свідчить про те, що ці країни беруть участь більшою мірою саме в фінансових аспектах глобалізації і значно меншою мірою — залучені до інтеграції виробничих комплексів у світову систему поділу праці.

З іншого боку, Європейські розвинуті країни, хоча і досить диференціюються за обома рейтингами, але здебільшого, характеризуються більшим значенням фондового ринку саме для забезпечення руху капіталу до осередків його ефективного використання. Відповідно, і функція спрямування капіталу до осередків його більш ефективного використання більш властива фондовим ринкам цих країн, що має позначатись на специфіці їх інституціональної структури. У вивченні таких інституціональних відмінностей європейських фондових ринків та зв'язків між ними і структурою угод з цінними паперами ми вбачаємо перспективний напрям подальших досліджень щодо вивчення специфіки виконання такої функції фондових ринків як участь у фінансуванні промисловості в умовах глобалізації.

Цікаво, що країни з новоутвореними фінансовими ринками характеризуються чи не найвищою інтернаціоналізацією своїх виробничих систем в світову господарську систему (три перші рейтинги за індексом транснаціоналізації належать Естонії, Угорщині та Чехії) та дещо нижчими, хоча й високими (для наведених країн, відповідно, 3, 6 і 8-ий рейтинги за відношенням ПІІ, залучених в цінні папери національних емітентів до ВВП) рейтингами за роллю фондових ринків в алокації капіталів.

Примітна відмінність країн, які поширено сприймаються як «джерела глобалізаційних тенденцій», від країн, що долучаються до глобалізації у більш пасивній і часто менш вигідній ролі. Перші, зокрема США та Японія характеризуються значно меншою інтегрованістю своїх виробничих комплексів в світове господарство і значно вищою — своїх фінансових інститутів. Другі, зокрема, країни східної Європи — навпаки, більшою мірою інтегровані у виробничі системи глобальної економіки і меншою — в фінансові.

**Другою, дослідимо таку функцію фондових ринків як стимулювання заощаджень, а точніше, приведення у відповідність масштабів заощаджень (через вплив на граничну схильність до заощадження представників різних соціальних груп) із потребами економіки в інвестиціях, відповідно траєкторії «стабільного», або «гарантованого» за Р. Харродом зростання масштабів суспільного виробництва. Для цього фондовий ринок має забезпечити відшкодування інвесторам, тобто таку винагороду, що виправдає зусилля, пов'язані з заощадженням і визначенням напрямів інвестування (отже, прийняттям на себе тягаря ризику і невизначеності).**

Глобалізація фінансових ринків зумовлює розрив між національними заощадженнями і національними інвестиціями. Від-

повідно, для національної економіки знімаються обмеження щодо масштабів інвестування, зумовлені національною базою заощаджень. Базова, з часів Кейнса, рівність переважної більшості макроекономічних моделей « $I = S$ », де  $I$  — інвестиції, а  $S$  — заощадження, порушується, бо джерелом інвестицій в країні «А» тепер можуть бути заощадження, здійснені в країні «В». З одного боку, для кожної національної економіки це розширює можливості інвестування (за рахунок доступу до заощаджень, здійснюваних з доходів, створюваних в інших економічних системах), з іншого створює додаткові обмеження — бо примушує конкурувати вітчизняних емітентів (і продавців на вторинному ринку) цінних паперів з аналогічними суб'єктами з інших країн.

Відповідно, вирішальною умовою забезпечення необхідної бази заощаджень стає не достатня сила мотивів для національного заощадження, а глобальна конкурентоспроможність національних об'єктів інвестування для заощаджень, здійснюваних в масштабах світової економіки. Таким чином, проблема обмеженості національної бази заощаджень заміщується проблемою достатньої інвестиційної привабливості національних фінансових активів. При цьому, остання, в сучасних умовах, далеко не завжди пов'язана з продуктивністю національного виробництва, а зумовлюється, значною мірою, саме досконалістю фінансових механізмів і розвитком інститутів фондового ринку. Саме ці риси фінансових інститутів певної країни здатні перетворити досить помірний факторний (ресурсний) потенціал національної економіки в привабливий об'єкт інвестування та забезпечити, завдяки цьому високі темпи нарощування ресурсного потенціалу й інвестиції для формування джерел глобальних конкурентних переваг. Класичним прикладом такої ролі фінансових структур став період стрімкого розвитку нових індустріальних країн Азії — не дешева робоча сила, а розвинуті фінансові інститути дозволили цим країнам привабити масштабні зовнішні інвестиції. Якщо б привабливість цих країн для зовнішніх інвесторів дійсно задавалась би саме низькою вартістю робочої сили, то вони ніколи б не витримали конкуренції за інвестиційні ресурси від розвинутих економік з країнами Африки, Китаю та Латинської Америки.

Більше того, саме розвиток і глобалізація фінансових ринків, зокрема фондових, сприяють (на певному етапі економічного розвитку) більш рівномірному розподілу доходів і формуванню суспільства з домінуванням середнього класу. Так, достатньо ві-

льний доступ до джерел інвестиційних ресурсів сприяє більш високим темпам спадання доходності власне капіталу, відповідно — меншій концентрації національного доходу в руках його власників. Висока кореляція між темпами економічного зростання і масштабами доходів, що ставали ресурсною основою зростання добробуту широких верств населення і розширення їх доступу до благ, необхідних для розвитку і підвищення кваліфікації відзначається багатьма дослідниками природи швидкого розвитку «Азійських тигрів» (наприклад, [8]). Отже саме глобалізація фінансових і, зокрема, фондових ринків суттєво прискорює процеси мінімізації норми прибутку на вкладений капітал, а отже — стимулює власників бізнесу спрямовувати його на інноваційну модель розвитку. Оскільки винагорода ощадливості, як основа доходів на капітал під впливом глобалізації джерел фінансових ресурсів швидко прямує до мінімуму (згадаємо лише норму відсотку на кредитні ресурси в США в передкризові роки — за період 2005 — 2007рр. вона не зростала понад 3% [2], а за період 1997 — 2011рр. вона скоротилась з 4,1 до 1,7% [4 С. 271]), то для одержання прийнятної винагороди власники бізнесу вимушені шукати шляхів одержання «надбавки за інновації». Таким чином, якісно змінюється структура доходів власників бізнесу. Якщо в умовах обмеженості бази заощаджень, значну складову їх винагороди становило відшкодування ощадливості, що знаходило відображення у відносно вищій нормі відсотку на капітал, то глобалізація фінансових ринків швидко зводить цю складову доходів до мінімуму, отже примушує шукати додаткові доходи за рахунок зниження індивідуальних витрат порівняно з галузевою ринковою ціною, або формування «клієнтського капіталу» — готовності споживачів платити вищу ціну за можливість споживати товари певної торговельної марки.

А відомо, що саме якщо підприємці, вимушені сприймати інновації, як необхідну умову підвищення прибутковості, то вони виявляються більш схильними переходити на принципи соціального партнерства — у відносинах з найманими працівниками та соціальної відповідальності — у відносинах з державною і суспільством загалом. Таким чином, суспільні наслідки глобалізації фінансових і, зокрема, фондових ринків далеко виходять за межі лише процесів алокації капіталу чи формування передумов його концентрації на провідних напрямках економічного зростання. Вагомість функціонування фондового ринка як чинника зниження норми відсотку на капітал і, відповідно — стимулювання власників бізнесу до пошуку інноваційних джерел підвищення доходно-

сті дозволяє вважати фондовий ринок впливовим чинником формування соціальної структури суспільства і навіть формування певної моделі економічного зростання і розвитку. Долаючи монополію на капітал, диверсифікуючи джерела фінансування підприємницької діяльності та сприяючи розширенню доступу бізнесу до кредитних ресурсів, фондовий ринок сприяє вирівнюванню розподілу доходів, протидіє монополізації джерел понаднормового прибутку і заохочує конкуренцію підприємців за тимчасово вільні грошові кошти, що підвищує суспільні стандарти ефективності економічної діяльності.

### **Висновки**

1. Стосовно такої функції фондових ринків, як сприяння оптимізації джерел фінансування потреб розвитку виробничого сектору економіки, то власне фондові ринки, більшою мірою, створюють інституціональні умови для руху наявної вільної ліквідності до сфер більш продуктивного використання і меншою — сприяють розширенню маси капіталу, залученого національним виробництвом. Аналіз емпіричних даних по групі країн, дозволив виявити, що, по-перше, відмінності між країнами за рівнем інтегрованості національного виробництва в систему світового господарства значною мірою, пояснюються відмінностями між ними щодо біржової активності стосовно угод з прямими іноземними інвестиціями.

По-друге, для фондових ринків багатьох розвинутих країн (зокрема США та Японії) функція допомоги раціональному розміщенню капіталу виробничого сектору не є провідною і угоди, що не пов'язані з рухом капіталу до осередків його більш ефективного використання явно переважають.

Європейські розвинуті країни характеризуються більшим значенням фондового ринку саме для забезпечення руху капіталу до осередків його ефективного використання, що має позначатись на специфіці їх інституціональної структури. У вивченні таких інституціональних відмінностей європейських фондових ринків та зв'язків між ними і структурою угод з цінними паперами ми вбачаємо перспективний напрям подальших досліджень.

Країни з новоутвореними фінансовими ринками характеризуються чи не найвищою інтернаціоналізацією своїх виробничих систем в світове господарство та дещо нижчою, хоча й високою значущістю фондових ринків для досягнення ефективної алокації виробничого капіталу.

Примітна відмінність країн, які поширено сприймаються як «джерела глобалізацій них тенденцій», від країн, що долучаються

до глобалізації у більш пасивній і часто менш вигідній ролі. Перші, зокрема США та Японія характеризуються значно меншою інтегрованістю своїх виробничих комплексів в світове господарство і значно вищою — своїх фінансових інститутів. Другі, зокрема, країни східної Європи — навпаки, більшою мірою інтегровані у виробничі системи глобальної економіки і меншою — в фінансові.

2. Глобалізація фінансових ринків зумовлює розрив між національними заощадженнями і національними інвестиціями. Відповідно, для економіки країни знімаються обмеження щодо масштабів інвестування, зумовлені національною базою заощаджень. Вирішальною умовою забезпечення необхідного обсягу інвестиційних ресурсів стає не достатня сила мотивів для національного заощадження, а глобальна конкурентоспроможність національних об'єктів інвестування, ресурси для яких акумулюються в масштабах світової економіки. Таким чином, проблема обмеженості національної бази заощаджень заміщується проблемою достатньої інвестиційної привабливості національних фінансових активів. При цьому, остання, в сучасних умовах, далеко не завжди пов'язана з продуктивністю національного виробництва, а зумовлюється, значною мірою, саме досконалістю фінансових механізмів і розвитком інститутів фондового ринку.

Розвиток і глобалізація фінансових ринків, зокрема фондових, сприяють (на певному етапі економічного розвитку) більш рівномірному розподілу доходів і формуванню суспільства з домінуванням середнього класу. Так, достатньо вільний доступ до джерел інвестиційних ресурсів сприяє більш високим темпам спадання доходності власне капіталу, відповідно — меншій концентрації національного доходу в руках його власників.

Підприємці, вимушені сприймати інновації, як необхідну умову підвищення прибутковості виявляються більш схильними переходити на принципи соціального партнерства — у відносинах з найманими працівниками та соціальної відповідальності — у відносинах з державною і суспільством загалом. Таким чином, долаючи монополію на капітал, диверсифікуючи джерела фінансування підприємницької діяльності та сприяючи розширенню доступу бізнесу до кредитних ресурсів, фондовий ринок сприяє вирівнюванню розподілу доходів, протидіє монополізації джерел понаднормового прибутку і заохочує конкуренцію підприємців за тимчасово вільні грошові кошти, що підвищує суспільні стандарти ефективності економічної діяльності.

## Література

1. Кузнецов О. Генеза фінансових криз / О. Кузнецов // Вісник НБУ. — 2010. — листопад.
2. *Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy* / H.P. Minsky // Journal of Economic Behavior & Organization. — 1999. — June.
3. *Резнікова Н.* Сучасна фінансова криза в деструктивних вимірах інвестиційного прагматизму / Н. Резнікова, М Відякіна // Вісник НБУ. — 2010. — Трав.
4. *Лукьяненко Д.* Глобальное экономическое развитие: тенденции асимметрии, регулирование / Лукьяненко Д., Колесов В., Колот А., Столярчук Я. и др.: монография. Под научной редакцией профессорів Д. Лукьяненко, А. Поручника, В. Колесова. Киев 2013.
5. *East Asian Crisis: An Overview* / World Bank: East Asia: The road to recovery. (Wash. D.C.: World Bank, 1998).
6. *Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т.* Фондовый рынок — 6-е издание: Пер. с англ. — М: ИНФРА-М, 1997. — VIII + 648с.
7. *Левина И.Г.* Природа финансового сектора и спекулятивных пузырей в современном мире / И.Г. Левина // Экономическая теория в XXI веке. — 6 (13): Деньги / Под. Ред. Ю.М. Осипова, Е.С. Зотовой. — М.: ТЕИС, 2007.
8. World Bank, «The East Asian Miracle», The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy: Summary (Washington, DC.: The World Bank, 1993).
9. *Раух Дж.Е., Джеральд М. М., Філіпенко А.* Основні проблеми економіки розвитку — Київ: Либідь. — 2003р. — 688с.
10. *Найт Ф.Х.* Прибыль / Вехи экономической мысли [Текст] / сост. В. М. Гальперин. — СПб. : Экономическая школа. — (Библиотека «Экономической школы» ; Вып.27). Т. 3 : Рынки факторов производства. — 2000. — 489 с.

Стаття надійшла до редакції 14.12.2012